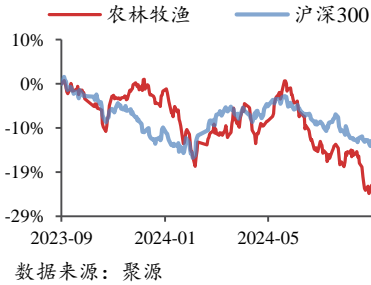


农林牧渔

2024年09月01日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



相关研究报告

《短期供给偏强压制猪价，期待开学季临近消费回暖—行业周报》-2024.8.25

《二育及散户出栏节奏加快，短期猪价压力增大—行业周报》-2024.8.18

《8月USDA农产品报告上调全球大豆、小麦产量，下调全球玉米、水稻产量—行业点评报告》-2024.8.14

受益生猪养殖回暖，2024H1 农业行业利润转盈

——行业周报

陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

王高展（联系人）

wanggaozhan@kysec.cn

证书编号：S0790123060055

● 周观察：受益生猪养殖回暖，2024H1 农业行业利润转盈

饲料板块拖累营收，生猪板块带动利润回暖。2024H1 年农业行业实现营业收入 5217.47 亿元，同比-7.15%，归母净利润 87.90 亿元，同比+175.25%。前期生猪产能优化和畜禽产品消费恢复速度缓慢背景下，2024H1 饲料行业产销量同比下降，各企业饲料业务营收下跌拖累整体农业板块营收。2024Q2 猪价逐步上行，叠加玉米、豆粕等饲料原料价格下跌驱动养殖成本下降，猪企利润大幅回暖，带动农业板块利润回升。

猪价上行驱动盈利改善，期间费用率略有抬升。（1）盈利能力：2024H1 年行业销售毛利率 9.41%，同比+3.16pct；销售净利率 1.62%，同比+3.94pct；净资产收益率 1.84%，同比+4.39pct。2024Q2 行业销售毛利率 11.54%，同比+6.10pct；销售净利率 4.11%，同比+7.14pct；净资产收益率 2.24%，同比+3.97pct。行业盈利能力同比好转，其中 2024Q2 盈利能力大幅回暖，主要系 2024Q2 猪价上行扩大盈利空间。（2）期间费用率：2024H1 年行业期间费用率 7.56%，同比+0.47pct。2024Q2 行业期间费用率 7.34%，同比+0.44pct。具体看，行业销售、管理及财务费用率均同比增加。

随生猪养殖回暖，饲料板块利润高弹性增长。（1）收入：2024H1 农业子行业中，禽养殖、种子、渔业、宠物食品行业收入同比增长，其余子行业收入同比下滑，宠物食品受益于国内市场扩张以及海外订单修复，收入增幅居行业之首。

（2）归母净利润：动物保健、种植板块利润同比下滑，分别同比-45.07%/-21.39%，其他板块均同比增长，其中饲料、种子、渔业归母净利润增幅靠前，增幅分别为 273.52%/188.56%/138.63%。（3）盈利能力：2024H1 畜养殖、禽养殖、农产品加工及林业、饲料、宠物食品板块毛利率和净利率均有所提升。

● 周观点：猪周期反转已至，转基因产业化扩面提速

猪周期反转已至，重视板块布局机会。推荐：牧原股份、温氏股份、巨星农牧、华统股份、天康生物。

供需双驱猪鸡共振向上，看好白鸡景气抬升。推荐圣农发展、禾丰股份。

转基因产业化扩面提速，龙头充分受益。推荐大北农、隆平高科、登海种业。

● 本周市场表现（8.26-8.30）：农业跑赢大盘 1.90 个百分点

本周上证指数下跌 0.43%，农业指数上涨 1.47%，跑赢大盘 1.90 个百分点。子板块来看，宠物食品板块领涨。个股来看，金健米业（+10.63%）、西部牧业（+9.00%）、普莱柯（+7.87%）领涨。

● 本周价格跟踪（8.26-8.30）：本周草鱼、玉米、豆粕、糖价格环比上涨

生猪养殖：8月30日全国外三元生猪均价为 19.49 元/kg，较上周下跌 0.54 元/kg；仔猪均价为 38.08 元/kg，较上周下跌 0.11 元/kg；白条肉均价 25.82 元/kg，较上周上涨 0.74 元/kg。8月30日猪料比价为 5.66:1。自繁自养头均利润 542.76 元/头，环比-98.33 元/头；外购仔猪头均利润 342.02 元/头，环比-93.37 元/头。

● 风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷，动物疫病不确定性等。

目录

1、周观察：受益生猪养殖回暖，2024H1 农业行业利润转盈.....	3
2、周观点：猪周期反转已至，转基因产业化扩面提速.....	4
3、本周市场表现（8.26-8.30）：农业跑赢大盘 1.90 个百分点.....	5
4、本周重点新闻（8.26-8.30）：关于中央储备冻猪肉轮换收储竞价交易有关事项的通知.....	6
5、本周价格跟踪（8.26-8.30）：本周草鱼、玉米、豆粕、糖价格环比上涨.....	6
6、主要肉类进口量.....	9
7、饲料产量.....	9
8、风险提示.....	10

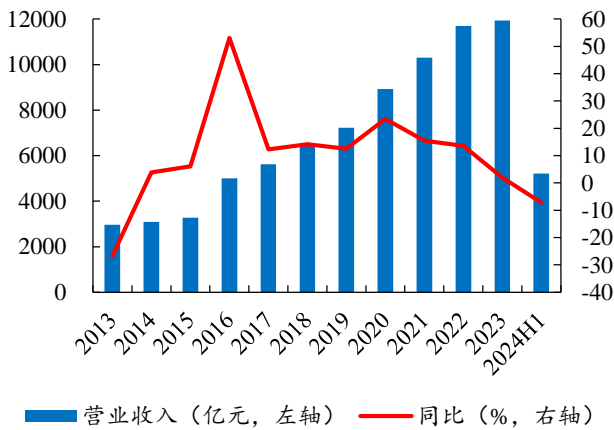
图表目录

图 1：2024H1 行业营收同比下跌.....	3
图 2：2024H1 行业归母净利润扭亏为盈.....	3
图 3：2024Q2 行业盈利能力同环比均上行.....	3
图 4：2024Q2 行业销售、管理及财务费用率同比上升.....	3
图 5：农业板块本周上涨 1.47%（表内单位：%）.....	5
图 6：本周农业指数跑赢大盘 1.90 个百分点.....	5
图 7：本周种子版块涨幅最大（%）.....	5
图 8：本周外三元生猪价格环比下跌（元/公斤）.....	7
图 9：本周生猪自繁自养利润环比下跌（元/头）.....	7
图 10：本周鸡苗均价环比下跌.....	7
图 11：本周毛鸡主产区均价环比下跌.....	7
图 12：本周中速鸡价格环比下跌.....	7
图 14：8 月 30 日鲈鱼价格环比下跌.....	8
图 15：8 月 29 日对虾价格环比下跌.....	8
图 16：本周玉米期货结算价环比上涨.....	8
图 17：本周豆粕期货结算价环比上涨.....	8
图 18：本周 NYBOT11 号糖环比上涨（美分/磅）.....	9
图 19：本周郑商所白糖收盘价环比上涨（元/吨）.....	9
图 20：2024 年 7 月猪肉进口量 9.0 万吨.....	9
图 21：2024 年 7 月鸡肉进口量 4.13 万吨.....	9
图 22：2024 年 7 月全国工业饲料总产量为 2650 万吨.....	9
表 1：2024H1 子板块财务数据：种子、饲料、渔业利润同比涨幅靠前.....	4
表 2：农业个股涨跌幅排名：金健米业、西部牧业、普莱柯领涨.....	5
表 3：本周草鱼、玉米、豆粕、糖价格环比上涨.....	6

1、周观察：受益生猪养殖回暖，2024H1 农业行业利润转盈

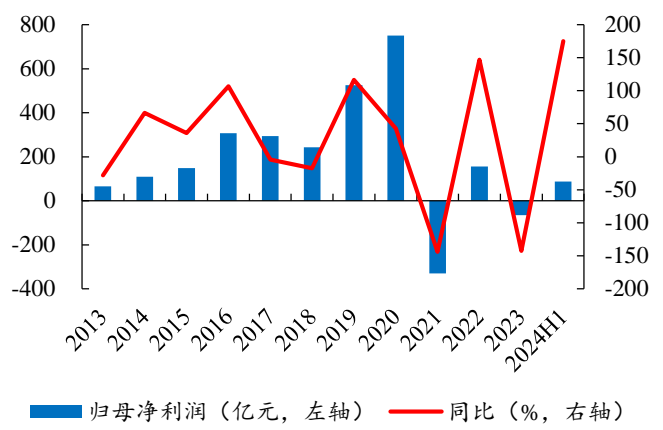
饲料板块拖累营收，生猪板块带动利润回暖。2024H1 年农业行业实现营业收入 5217.47 亿元，同比-7.15%，归母净利润 87.90 亿元，同比+175.25%。前期生猪产能优化和畜禽产品消费恢复速度缓慢背景下，2024H1 饲料行业产销量同比下降，各企业饲料业务营收下跌拖累整体农业板块营收。2024Q2 猪价逐步上行，叠加玉米、豆粕等饲料原料价格下跌驱动养殖成本下降，猪企利润大幅回暖，带动农业板块利润回升。

图1：2024H1 行业营收同比下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

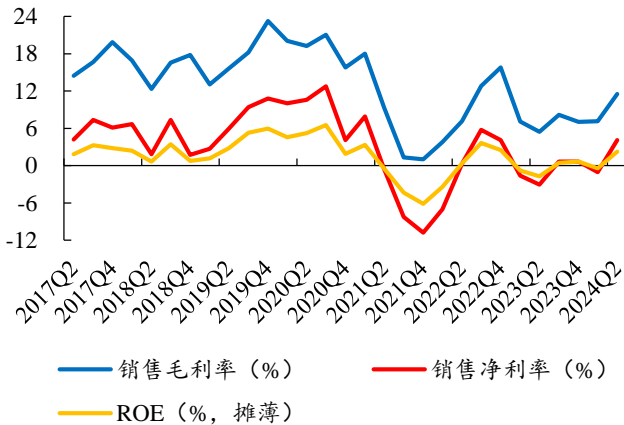
图2：2024H1 行业归母净利润扭亏为盈



数据来源：Wind、开源证券研究所

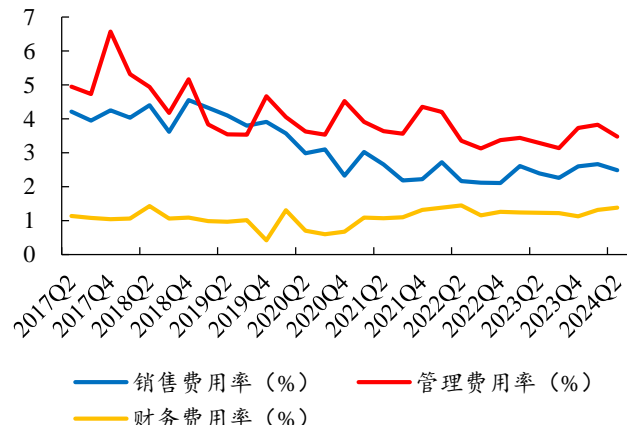
猪价上行驱动盈利改善，期间费用率略有抬升。（1）盈利能力：2024H1 年行业销售毛利率 9.41%，同比+3.16pct；销售净利率 1.62%，同比+3.94pct；净资产收益率 1.84%，同比+4.39pct。2024Q2 行业销售毛利率 11.54%，同比+6.10pct；销售净利率 4.11%，同比+7.14pct；净资产收益率 2.24%，同比+3.97pct。行业盈利能力同比好转，其中 2024Q2 盈利能力大幅回暖，主要系 2024Q2 猪价上行扩大盈利空间。（2）期间费用率：2024H1 年行业期间费用率 7.56%，同比+0.47pct。2024Q2 行业期间费用率 7.34%，同比+0.44pct。具体看，行业销售、管理及财务费用率均同比增加。

图3：2024Q2 行业盈利能力同环比均上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2024Q2 行业销售、管理及财务费用率同比上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

随生猪养殖回暖，饲料板块利润高弹性增长。(1) 收入：2024H1 农业子行业中，禽养殖、种子、渔业、宠物食品行业收入同比增长，其余子行业收入同比下滑，其中宠物食品受益于国内市场扩张以及海外订单修复，收入增幅居行业之首。(2) 归母净利润：动物保健、种植板块利润同比下滑，分别同比-45.07%/-21.39%，其他板块均同比增长，其中饲料、种子、渔业归母净利润增幅靠前，增幅分别为273.52%/188.56%/138.63%。(3) 盈利能力：2024H1 畜养殖、禽养殖、农产品加工及林业、饲料、宠物食品板块毛利率和净利率均有所提升。

表1：2024H1 子板块财务数据：种子、饲料、渔业利润同比涨幅靠前

子行业	收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			毛利率		净利率		ROE	
	2024H1	2023H1	同比	2024H1	2023H1	同比	2024H1	同比(pct)	2024H1	同比(pct)	2024H1	同比(pct)
畜养殖	2104	2325	-9.49%	21	-157	113.60%	8.37%	5.57	0.92%	8.14	1.16%	10.51
禽养殖	271	269	0.59%	7	5	49.46%	10.76%	1.30	2.75%	0.81	2.08%	0.65
农产品加工及林业	1491	1582	-5.80%	18	14	30.83%	6.42%	0.75	1.17%	0.41	1.44%	0.30
饲料	943	1055	-10.58%	14	-8	273.52%	9.98%	2.83	1.41%	2.52	3.30%	5.03
动物保健	74	76	-2.51%	6	11	-45.07%	36.72%	-2.97	8.50%	-6.32	2.08%	-1.77
种子	85	80	5.73%	2	1	188.56%	20.83%	-0.88	1.18%	-2.07	1.42%	0.92
种植	121	125	-3.83%	12	15	-21.39%	18.71%	-2.05	10.05%	-2.14	5.03%	-1.42
渔业	71	60	18.98%	1	-1	138.63%	13.24%	-1.82	1.41%	3.35	0.56%	1.91
宠物食品	58	47	22.73%	6	3	91.57%	33.13%	5.35	11.23%	3.47	6.70%	2.14

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、周观点：猪周期反转已至，转基因产业化扩面提速

猪周期反转已至，重视板块布局机会。本轮能繁存栏去化已至 2021 年以来相对低位，据我们测算，2024 年 8 月后生猪供给将持续收缩且低于 2022 年同期，届时生猪消费向好叠加供给持续收缩，对猪价上涨形成较强支撑，猪周期反转强度有供需及情绪多维支撑。当前生猪板块进入重点布局阶段，建议积极配置。重点推荐：牧原股份、温氏股份、巨星农牧、华统股份、天康生物等。

转基因产业化扩面提速，龙头充分受益。回溯历年中央一号文件，2021 年首次提及生物育种，指出有序推进生物育种产业化应用，2022-2023 年启动、全面实施农业生物育种重大项目，2024 年提出推动生物育种产业化扩面提速。2024 年 1 月 18 日，农业部发布《2023 年农业转基因生物安全证书批准清单（三）》，多项转基因玉米、大豆作物首次获发生产应用安全证书。种业振兴配套政策不断完善，行业龙头企业有望率先受益，推荐具备转基因技术优势的大北农；国内玉米传统育种技术龙头企业登海种业；基本面边际改善的隆平高科。

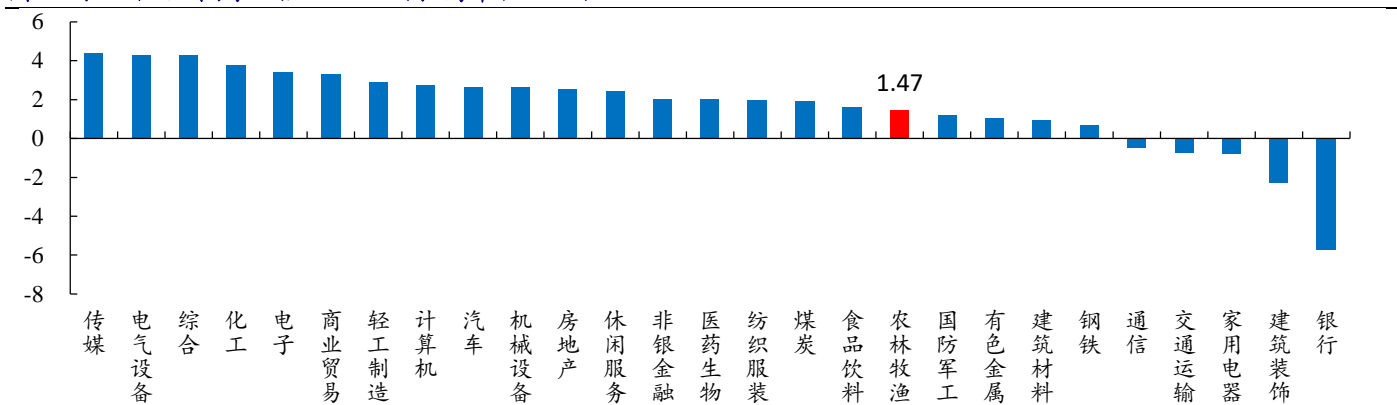
供给偏紧贯穿 2024H2，猪鸡共振向上景气抬升。白鸡板块受两大逻辑驱动：(1) 2022 年 5-12 月祖代种鸡引种缺口传导至肉鸡端，白羽肉鸡供给偏紧有望贯穿 2024H2。(2) 伴随猪周期反转猪价上行，猪鸡有望共振向上。当前板块优质标的均处相对低位，配置价值显现。推荐一体化龙头圣农发展、养殖屠宰龙头禾丰股份。

猪周期反转受益，非瘟疫苗打开行业新空间。伴随猪周期反转猪价向上，动保板块业绩有望改善。非瘟疫苗应急评价目前仍在有序推进，非瘟疫苗落地后头部研发企业有望充分受益。当前动保板块处相对低位，景气趋势向上，建议积极配置。推荐标的：生物股份、普莱柯、科前生物；受益标的：中牧股份。

3、本周市场表现（8.26-8.30）：农业跑赢大盘 1.90 个百分点

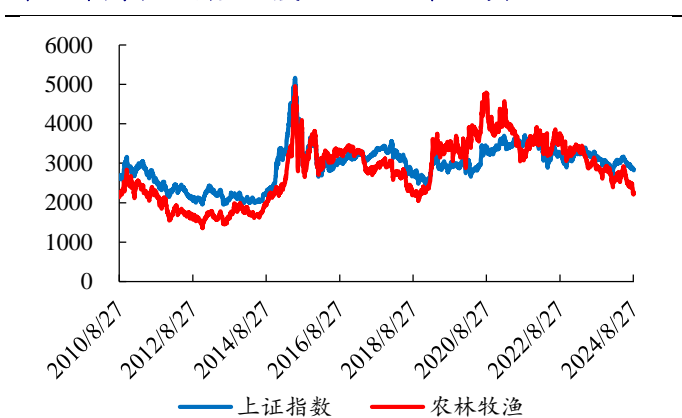
本周上证指数下跌 0.43%，农业指数上涨 1.47%，跑赢大盘 1.90 个百分点。子板块来看，宠物食品板块领涨。个股来看，金健米业（+10.63%）、西部牧业（+9.00%）、普莱柯（+7.87%）领涨。

图5：农业板块本周上涨 1.47%（表内单位：%）



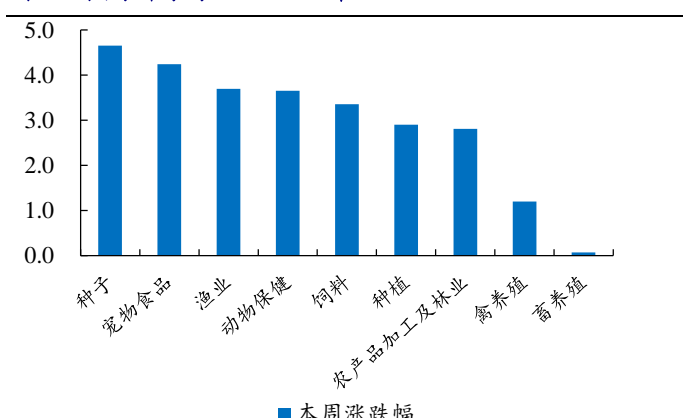
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：本周农业指数跑赢大盘 1.90 个百分点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：本周种子板块涨幅最大 (%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：农业个股涨跌幅排名：金健米业、西部牧业、普莱柯领涨

前 15 名			后 15 名		
代码	简称	涨跌幅	代码	简称	涨跌幅
600127.SH	金健米业	10.63%	002157.SZ	*ST 正邦	1.15%
300106.SZ	西部牧业	9.00%	600975.SH	新五丰	1.09%
603566.SH	普莱柯	7.87%	000876.SZ	新希望	0.78%
603668.SH	天马科技	7.41%	002069.SZ	獐子岛	0.77%
002041.SZ	登海种业	6.69%	002840.SZ	华统股份	0.71%
300189.SZ	神农科技	6.60%	600189.SH	泉阳泉	0.15%
000911.SZ	南宁糖业	6.49%	002505.SZ	鹏都农牧	0.00%
000663.SZ	永安林业	6.06%	002714.SZ	牧原股份	0.00%
600265.SH	ST 景谷	5.97%	600962.SH	国投中鲁	-0.82%
002852.SZ	道道全	5.91%	001313.SZ	粤海饲料	-1.27%
603477.SH	巨星农牧	5.80%	300268.SZ	*ST 佳沃	-1.56%
600467.SH	好当家	5.59%	000860.SZ	顺鑫农业	-2.05%
300673.SZ	佩蒂股份	5.42%	300498.SZ	温氏股份	-2.29%
600354.SH	敦煌种业	5.35%	300119.SZ	瑞普生物	-2.66%
601952.SH	苏垦农发	5.33%	300761.SZ	立华股份	-2.92%

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：截至 2024 年 8 月 30 日

4、本周重点新闻（8.26-8.30）：关于中央储备冻猪肉轮换收储竞价交易有关事项的通知

关于中央储备冻猪肉轮换收储竞价交易有关事项的通知。2024年8月31日进行中央储备冻猪肉轮换收储竞价交易，本次竞价交易2.7万吨。

猪鸡牛羊鹅等33种家养畜禽，须经指定通道检查后方可入湘。为加强入湘动物调运监管，切断动物疫病传播途径，省农业农村厅、省公安厅、省交通运输厅、省市场监督管理局联合印发《关于入湘动物实施指定通道管理的通告》，要求自2024年10月1日起，道路运输的动物须经指定通道检查后方可进入湖南省内。《通告》明确了浏洪高速浏阳大瑶检查站等29个入湘动物指定通道，要检查的动物是指《国家畜禽遗传资源目录》规定的畜禽，包含鸡、鸭、鹅、猪、牛、羊、马、驴、骆驼等33种家养畜禽。

7月规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量2428万头，环比-0.1%，同比-9.5%。2024年7月份规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量2428万头，环比-0.1%，同比-9.5%。2024年1-7月规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量18463万头，同比-1.9%。

5、本周价格跟踪（8.26-8.30）：本周草鱼、玉米、豆粕、糖价格环比上涨

表3：本周草鱼、玉米、豆粕、糖价格环比上涨

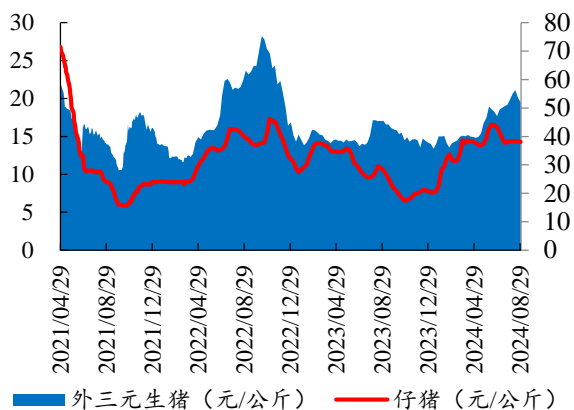
分类	项目	本周价格	周环比	上周价格	周环比	上两周价格	周环比
生猪	生猪价格（元/公斤）	19.49	-2.70%	20.03	-4.98%	21.08	2.18%
	仔猪价格（元/公斤）	38.08	-0.29%	38.19	-0.42%	38.35	-0.03%
	生猪养殖利润：自繁自养（元/头）	542.76	-15.34%	641.09	-5.97%	681.76	16.16%
	生猪养殖利润：外购仔猪（元/头）	342.02	-21.45%	435.39	-11.72%	493.22	30.78%
白羽鸡	鸡苗价格（元/羽）	3.27	-4.11%	3.41	-2.57%	3.50	0.86%
	毛鸡价格（元/公斤）	7.38	-1.34%	7.48	-3.73%	7.77	0.00%
	毛鸡养殖利润（元/羽）	-1.96	-97.98%	-0.99	-9800.00%	-0.01	95.24%
	父母代种鸡养殖利润（元/羽）	0.57	-19.72%	0.71	-11.25%	0.80	3.90%
黄羽鸡	中速鸡价格（元/公斤）	12.50	-4.21%	13.05	-2.97%	13.45	6.75%
水产品	草鱼价格（元/公斤）	15.42	0.39%	15.36	0.52%	15.28	0.26%
	鲈鱼价格（元/公斤）	37.00	-2.63%	38.00	-2.56%	39.00	0.00%
	对虾价格（元/公斤）	38.67	-1.28%	39.17	-0.53%	39.38	-1.15%
大宗农产品	玉米期货价格（元/吨）	2336.00	0.95%	2314.00	2.21%	2264.00	-1.86%
	豆粕期货价格（元/吨）	3023.00	2.75%	2942.00	-0.17%	2947.00	-1.04%
	ICE11号糖期货价格（美分/磅）	19.44	5.65%	18.40	2.11%	18.02	-1.74%
	郑商所糖期货价格（元/吨）	5652.00	1.69%	5558.00	-7.03%	5978.00	-0.83%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：草鱼价格数据更新滞后一周；红色数字表示环比上涨，绿色数字表示环比下跌，黄色数字表示无变动。

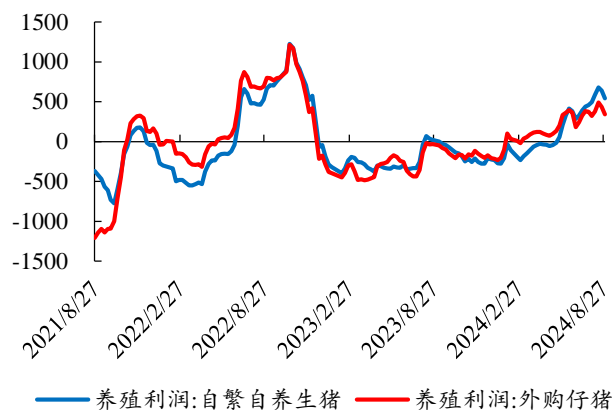
生猪养殖：8月30日全国外三元生猪均价为19.49元/kg，较上周下跌0.54元/kg；仔猪均价为38.08元/kg，较上周下跌0.11元/kg；白条肉均价25.82元/kg，较上周上涨0.74元/kg。8月30日猪料比价为5.66:1。自繁自养头均利润542.76元/头，环比-98.33元/头；外购仔猪头均利润342.02元/头，环比-93.37元/头。

图8：本周外三元生猪价格环比下跌（元/公斤）



数据来源：博亚和讯、开源证券研究所

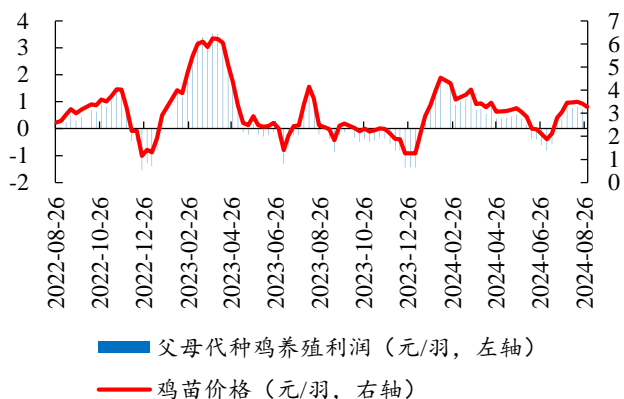
图9：本周生猪自繁自养利润环比下跌（元/头）



数据来源：Wind、开源证券研究所

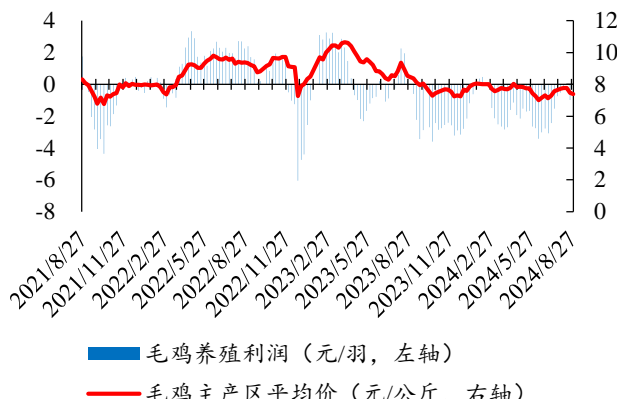
白羽肉鸡：本周鸡苗均价 3.27 元/羽，环比-4.11%；毛鸡均价 7.38 元/公斤，环比-1.34%；毛鸡养殖利润-1.96 元/羽，环比-0.97 元/羽。

图10：本周鸡苗均价环比下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：本周毛鸡主产区均价环比下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

黄羽肉鸡：8月30日中速鸡均价 12.50 元/公斤，环比-0.55 元/公斤。

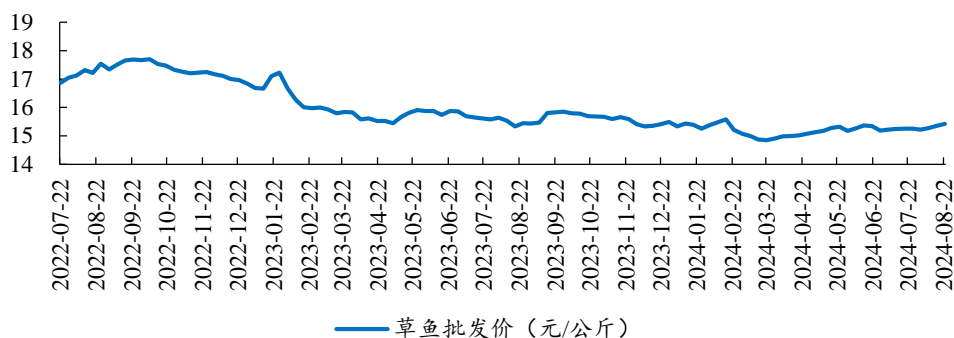
图12：本周中速鸡价格环比下跌



数据来源：新牧网、开源证券研究所

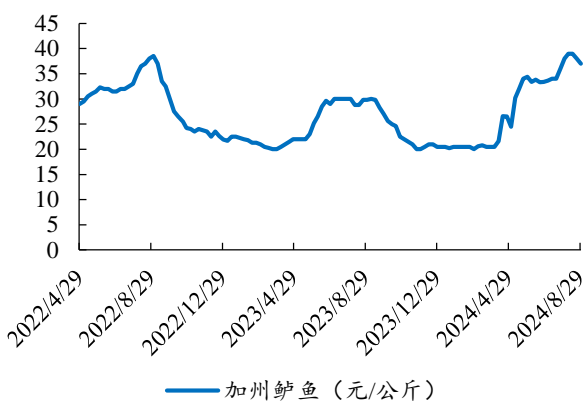
水产品：上周草鱼价格 15.42 元/公斤，环比+0.39%；据海大农牧数据，8月30日鲈鱼价格 37.00 元/公斤，环比-2.63%；8月29日对虾价格 38.67 元/公斤，环比-1.28%。

图13: 8.19-8.23 草鱼价格环比上涨



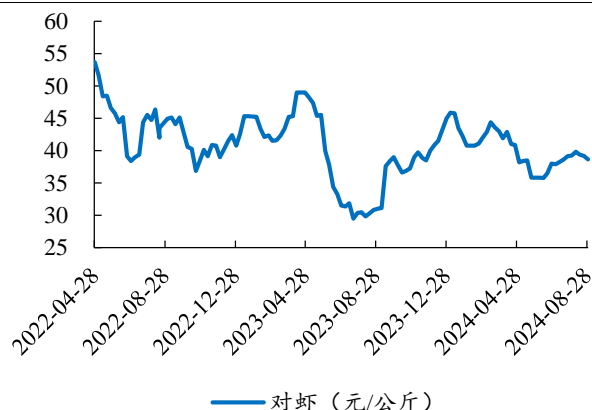
数据来源: Wind、开源证券研究所
注: 草鱼价格滞后一周

图14: 8月30日鲈鱼价格环比下跌



数据来源: 海大农牧、开源证券研究所

图15: 8月29日对虾价格环比下跌



数据来源: 海大农牧、开源证券研究所

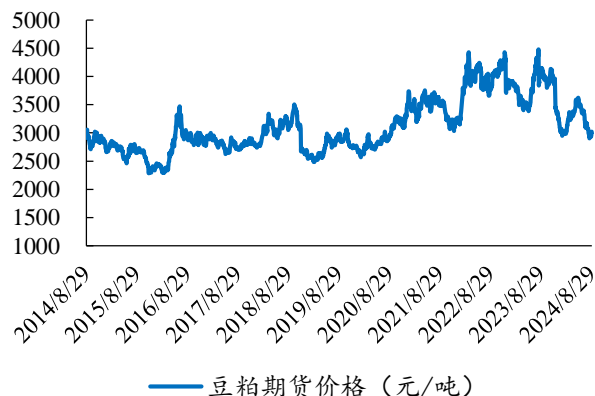
大宗农产品: 本周大商所玉米期货结算价为 2336.00 元/吨, 周环比+0.95%; 豆粕期货活跃合约结算价为 3023.00 元/吨, 周环比+2.75%。

图16: 本周玉米期货结算价环比上涨



数据来源: Wind、开源证券研究所

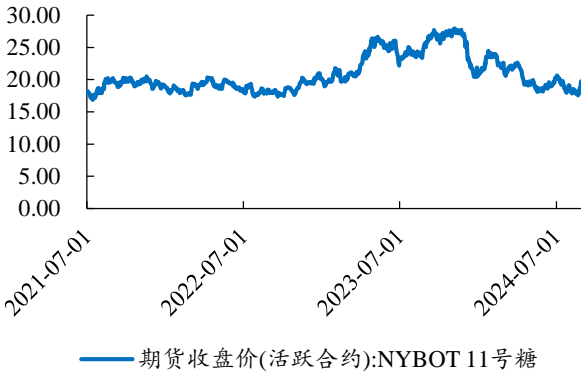
图17: 本周豆粕期货结算价环比上涨



数据来源: Wind、开源证券研究所

糖: NYBOT11 号糖日收盘价 19.44 美分/磅, 周环比+5.65%。国内糖价, 郑商所白砂糖期货 8月30日收盘价 5652.00 元/吨, 周环比+1.69%。

图18: 本周 NYBOT11 号糖环比上涨 (美分/磅)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 本周郑商所白糖收盘价环比上涨 (元/吨)



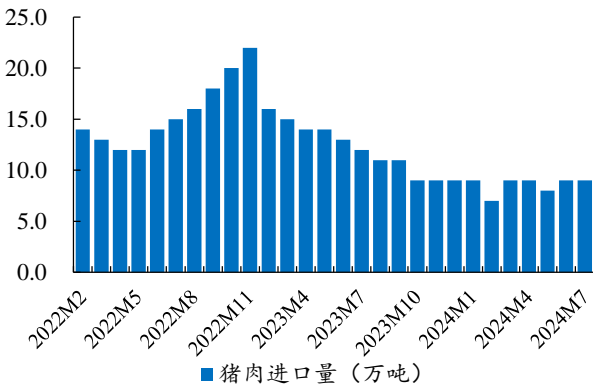
数据来源: Wind、开源证券研究所

6、主要肉类进口量

猪肉进口: 据海关总署数据, 2024年7月猪肉进口9.0万吨, 同比-27.00%。

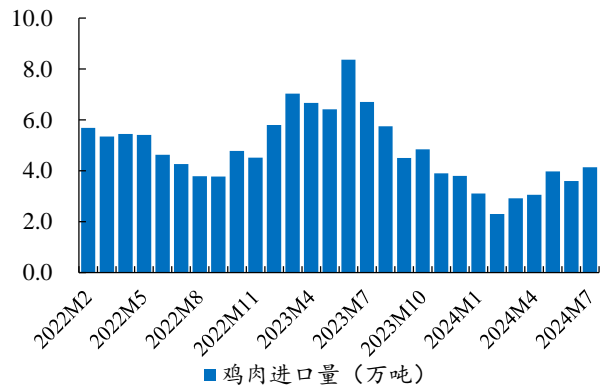
禽肉进口: 据海关总署数据, 2024年7月鸡肉进口4.13万吨, 同比-38.40%。

图20: 2024年7月猪肉进口量9.0万吨



数据来源: 海关总署、开源证券研究所

图21: 2024年7月鸡肉进口量4.13万吨

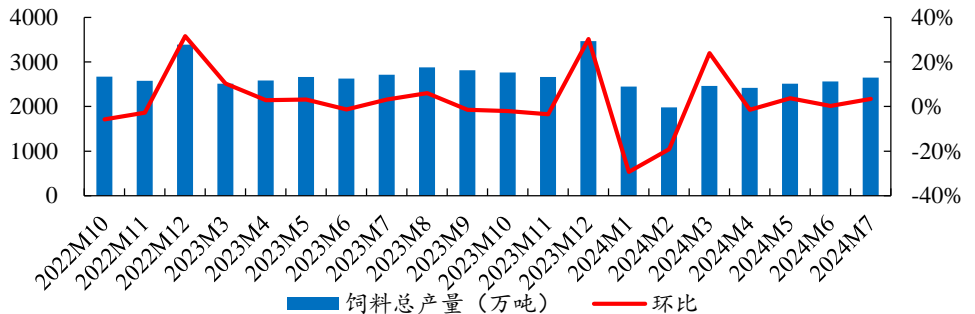


数据来源: 海关总署、开源证券研究所

7、饲料产量

据中国饲料工业协会, 2024年7月全国工业饲料产量2650万吨, 环比+3.50%。

图22: 2024年7月全国工业饲料总产量为2650万吨



数据来源: 饲料工业协会、开源证券研究所

8、风险提示

宏观经济下行，消费持续低迷，动物疫病不确定性等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn